公司研究

24 年利润超预期，销量逆势增长

——燕京啤酒（000729.SZ）2024 年度业绩预告点评

要点

事件：燕京啤酒 24 年预计实现归母净利润 10-11 亿元，同比增长 55.11%-70.62%；预计实现扣非归母净利润为 9.5-10.7 亿元，同比增长 89.91%-113.90%。其中 24Q4 归母净利润预计为亏损 1.88-2.88 亿元，同比减亏；扣非归母净利润预计为亏损 1.91-3.11 亿元，同比减亏。

利润超市场预期，改革成效显著。

24 年预计实现归母净利润 10-11 亿元，同比增长 55.11%-70.62%，利润超出市场预期。2022 年董事长耿总就任，持续推行九大变革，公司连续三年归母净利润增速维持在 50%以上，远超行业平均水平。从 24 年前三季度净利率来看，燕京啤酒为 11.79%，显著低于同行水平，随着燕京啤酒改革的推进，红利不断兑现，其盈利能力逐步向行业均值靠拢。

此外，24 年以来原材料成本持续下降，亦对公司利润改善带来帮助。24 年以来进口和国产麦芽采购价较 23 年下降双位数，玻璃采购价格较 23 年下降中单位数，易拉罐采购均价较 23 年下降低单位数。随着 24 年系列降本增效举措的落地，25 年有望继续享受改革红利带来的利润弹性。

24 年整体销量逆势增长，U8 销量持续高增。

在消费场景弱复苏背景下，啤酒行业增速放缓，根据国家统计局数据，24 年 1-11 月全国啤酒产量累计同比下降 1.5%。在该市场环境下，燕京啤酒大力优化产品结构和销售渠道，推进高端化、年轻化策略，销量逆势稳中有升，特别是大单品燕京 U8 销量保持快速增长，成为业绩增长的重要驱动力之一。

25 年 U8 年轻化再升级，24 年底燕京官宣新代言人关晓彤，并配合迎新主题进行大量营销宣传活动（如高铁广告），有望助力实现开门红。

盈利预测、估值与评级：考虑到公司改革效果和进展超预期，我们上调公司 2024 年归母净利润预测至 10.41 亿元（上调 6%），维持 2025-2026 年归母净利润预测分别为 12.74/15.51 亿元，折合 2024-2026 年 EPS 分别为 0.37/0.45/0.55 元，对应 PE 分别为 30x/25x/20x，燕京啤酒是国内头部啤酒品牌之一，借助大单品 U8 的快速放量有望实现业绩的持续增长，且公司降本增效的空间较大，利润具有一定的弹性空间。我们维持“增持”评级。

风险提示：原材料成本上涨快于预期；区域竞争加剧；大单品拓展低于预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	13,202	14,213	14,742	15,666	16,635
营业收入增长率	10.38%	7.66%	3.72%	6.26%	6.19%
净利润（百万元）	352	645	1,041	1,274	1,551
净利润增长率	54.51%	83.01%	61.44%	22.39%	21.74%
EPS（元）	0.12	0.23	0.37	0.45	0.55
ROE（归属母公司）（摊薄）	2.62%	4.66%	7.13%	8.24%	9.38%
P/E	90	49	30	25	20
P/B	2.4	2.3	2.2	2.0	1.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-01-15

增持（维持）

当前价：11.20 元

作者

分析师：陈彦彤
执业证书编号：S0930518070002
021-52523689
chenyt@ebscn.com

分析师：汪航宇
执业证书编号：S0930523070002
021-52523174
wanghangyu@ebscn.com

分析师：聂博雅
执业证书编号：S0930522030003
021-52523808
nieboya@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	28.19
总市值(亿元):	315.68
一年最低/最高(元):	7.51/12.33
近 3 月换手率:	55.75%

股价相对走势

收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	3.59	8.53	18.40
绝对	0.63	6.97	34.10

资料来源：Wind

相关研报

量价增速有所放缓，控费加强释放利润——燕京啤酒（000729.SZ）2024 年三季报点评（2024-10-27）

利润显著改善，U8 坚定迈向百万吨目标——燕京啤酒（000729.SZ）2024 年半年报点评（2024-08-21）

财务报表与盈利预测

利润表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	**13,202**	**14,213**	**14,742**	**15,666**	**16,635**
营业成本	8,259	8,865	8,865	9,284	9,742
折旧和摊销	719	698	748	753	759
税金及附加	1,153	1,221	1,266	1,346	1,429
销售费用	1,634	1,575	1,545	1,603	1,677
管理费用	1,413	1,620	1,577	1,605	1,630
研发费用	236	246	255	263	266
财务费用	-153	-168	-157	-189	-210
投资收益	42	43	42	40	50
营业利润	**692**	**1,025**	**1,557**	**1,855**	**2,197**
利润总额	**695**	**1,039**	**1,555**	**1,851**	**2,195**
所得税	146	184	311	370	439
净利润	**549**	**855**	**1,244**	**1,481**	**1,756**
少数股东损益	197	210	204	207	205
归属母公司净利润	**352**	**645**	**1,041**	**1,274**	**1,551**
EPS(元)	**0.12**	**0.23**	**0.37**	**0.45**	**0.55**

现金流量表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	**1,718**	**1,408**	**1,836**	**1,948**	**2,226**
净利润	352	645	1,041	1,274	1,551
折旧摊销	719	698	748	753	759
净营运资金增加	112	89	139	359	380
其他	535	-24	-92	-438	-463
投资活动产生现金流	**-2,001**	**-916**	**-739**	**-819**	**-885**
净资本支出	-415	-484	-350	-330	-330
长期投资变化	573	576	-420	-504	-605
其他资产变化	-2,160	-1,008	31	15	50
融资活动现金流	**2**	**-164**	**-636**	**-198**	**-239**
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	300	389	-556	-9	-10
无息负债变化	681	-364	33	98	121
净现金流	**-282**	**328**	**461**	**931**	**1,102**

资产负债表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总资产	**20,695**	**21,231**	**21,670**	**22,830**	**24,209**
货币资金	6,110	7,212	7,673	8,604	9,706
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	189	205	213	226	240
应收票据	6	2	2	2	2
其他应收款（合计）	178	36	37	40	42
存货	4,141	3,864	3,853	4,025	4,211
其他流动资产	62	89	89	88	87
流动资产合计	**10,806**	**11,555**	**12,013**	**13,138**	**14,450**
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	573	576	996	1,441	1,968
固定资产	8,050	7,664	7,210	6,743	6,263
在建工程	58	101	98	96	95
无形资产	894	1,002	984	947	913
商誉	81	81	71	71	71
其他非流动资产	172	171	178	178	178
非流动资产合计	**9,888**	**9,676**	**9,657**	**9,692**	**9,758**
总负债	**6,429**	**6,454**	**5,931**	**6,020**	**6,131**
短期借款	300	540	0	0	0
应付账款	1,658	1,239	1,239	1,298	1,362
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	163	169	153	144	134
流动负债合计	**6,232**	**6,263**	**5,714**	**5,780**	**5,852**
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	191	185	215	238	277
非流动负债合计	**197**	**191**	**217**	**240**	**279**
股东权益	**14,266**	**14,777**	**15,740**	**16,810**	**18,078**
股本	2,819	2,819	2,819	2,819	2,819
公积金	6,698	6,751	6,751	6,751	6,751
未分配利润	3,974	4,341	5,100	5,963	7,026
归属母公司权益	13,426	13,845	14,604	15,468	16,530
少数股东权益	840	932	1,135	1,342	1,547

主要指标

盈利能力（%）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利率	37.4%	37.6%	39.9%	40.7%	41.4%
EBITDA 率	14.4%	11.3%	15.2%	16.9%	18.1%
EBIT 率	9.0%	6.4%	10.2%	12.1%	13.5%
税前净利润率	5.3%	7.3%	10.6%	11.8%	13.2%
归母净利润率	2.7%	4.5%	7.1%	8.1%	9.3%
ROA	2.7%	4.0%	5.7%	6.5%	7.3%
ROE（摊薄）	2.6%	4.7%	7.1%	8.2%	9.4%
经营性 ROIC	4.6%	10.7%	10.7%	14.1%	17.1%

偿债能力	2022	2023	2024E	2025E	2026E
资产负债率	31%	30%	27%	26%	25%
流动比率	1.73	1.85	2.10	2.27	2.47
速动比率	1.07	1.23	1.43	1.58	1.75
归母权益/有息债务	41.79	19.50	94.82	106.83	122.36
有形资产/有息债务	61.27	28.27	133.48	150.19	171.46

费用率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	12.37%	11.08%	10.48%	10.23%	10.08%
管理费用率	10.70%	11.40%	10.70%	10.25%	9.80%
财务费用率	-1.16%	-1.18%	-1.06%	-1.21%	-1.26%
研发费用率	1.79%	1.73%	1.73%	1.68%	1.60%
所得税率	21%	18%	20%	20%	20%

每股指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股红利	0.08	0.10	0.15	0.17	0.21
每股经营现金流	0.61	0.50	0.65	0.69	0.79
每股净资产	4.76	4.91	5.18	5.49	5.86
每股销售收入	4.68	5.04	5.23	5.56	5.90

估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	90	49	30	25	20
PB	2.4	2.3	2.2	2.0	1.9
EV/EBITDA	15.9	18.6	12.9	10.6	9.0
股息率	0.7%	0.9%	1.3%	1.5%	1.8%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海
静安区新闸路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京
西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳
福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港
中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国
Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP